



## KAZ MINERALS

KAZ Minerals - медедобывающая компания с высоким потенциалом роста, ориентированная на развитие крупномасштабных, низкзатратных горнорудных производств в Казахстане, России. Компания ведет операционную деятельность на месторождениях Бозшаколь и Актогай - рудниках открытого типа в Павлодарской области и Восточном регионе Казахстана, на трех подземных рудниках в Восточном Казахстане, на золотомедном руднике Бозымчак в Кыргызстане и сопутствующих обогатительных фабриках.

Мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» акции группы KAZ Minerals. По нашей оценке, справедливая стоимость компании на конец 2020 года составляет 2 787 тенге на KASE и 559 пенсов на LSE. Данная цена подразумевает потенциал роста в размере 18,7% и 15,9%, соответственно.

15 августа KAZ Minerals опубликовала отчет по итогам деятельности за 6 месяцев 2019 года, согласно которому выручка Группы в отчетном периоде снизилась на 4,2% до \$1,052 млрд. (1П2018 - \$1,098 млрд.). Физический объем реализованной меди вырос на 3% по сравнению с 1П2018 благодаря росту объемов производства. Однако снижение цен на медь на 11% (ср. цена в 1П2019 - \$6 165 т.) - по сравнению с 1П2018 (\$6 917 т.) нивелировало рост производства.

25 октября 2019 года KAZ Minerals опубликовала производственный отчет за третий квартал 2019 года, который оказался выше среднерыночных и наших ожиданий. Компания продолжает осуществлять операционную деятельность согласно озвученным планам, при этом увеличила ожидания по добыче золота на 5% от своих установленных прогнозов в 170-185 тыс. унций по итогам года. Снижение объемов производства в Восточном регионе с лихвой перекрывается наращиваемыми объемами на своих проектах роста Актогай и Бозшаколь. Мы ожидаем, что сильные производственные результаты 3кв19 года положительно отразятся на финансовых показателях компании.

KAZ Minerals по мультипликатору P/E и EV/EBITDA выглядит более привлекательно в сравнении с аналогами.

Средний показатель P/E аналогов на сегодняшний день составляет 16,5x, в то время как по KAZ Minerals этот показатель равен 6,3x. По данному показателю акции KAZ Minerals выглядят более привлекательно относительно аналогов, торгуясь с дисконтом в размере 71%.

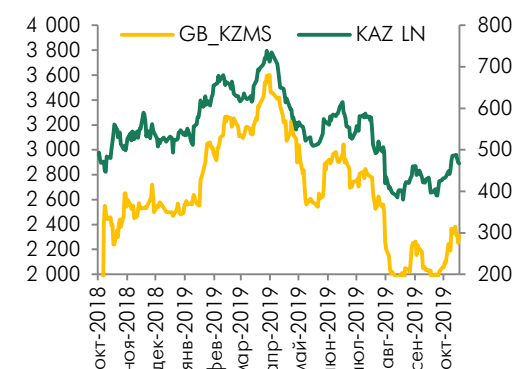
По мультипликатору EV/EBITDA средний показатель по основным аналогам составил 6,2x. Акции KAZ Minerals торгуются по мультипликатору EV/EBITDA на уровне 4,38x, торгуясь с дисконтом в размере 38%.

Наша целевая цена по акциям на конец 2020 года составляет 559 пенсов (2 787 тенге), что при нынешней цене предполагает рост на 15,9% на Лондонском рынке и 18,7% на Казахстанской фондовой бирже. Мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» ценные бумаги компании.

## KAZ Minerals

Тикер	KAZ LN	GB_KZMS
Капитализация	\$2,319 млрд.	1 287 млрд.
Последняя цена	482,5 пенсов	2 348 тг.
Диапазон цен, последние 52 нед.	375,3-744,8	1899,5-3630
Целевая цена	559 пенсов	2 787 тг.
Потенциал роста	15,9%	18,7%
Дивидендная доходность	1,5%	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	

## ИЗМЕНЕНИЕ СТОИМОСТИ АКЦИИ НА KASE И LSE ЗА 12М



## ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

В млн. \$	2017	2018	1П2019
Выручка	1 663	2 162	1 052
ЕБИТДА	939	1 310	620
ЕБИТ	752	871	410
Чистая прибыль	471,5	530	227
EV/ЕБИТДА	8,09	4,45	5,79
P/E	12,08	5,95	7,75

## ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	2017	2018	1П2019
Маржа ЕБИТДА	55,4%	52,3%	50,8%
Маржа чистой прибыли	26,9%	23,6%	21,6%
Лeverидж	5,65	4,8	3,21
ROA	8,37	9,57	8,27
ROE	58,51	49,88	31,03

## Обзор производственных результатов

**Медь.** За 9м19 года Группа KAZ Minerals произвела 230,5 тыс. тонн меди (оплачиваемый металл в концентрате и катодная медь из оксидной руды Актогай), что на 7% выше показателя за 9м18 года. Отдельно за 3кв19 года производство Группой меди выросло на 7% к-к до 82,9 тыс. тонн. Увеличение производства произошло благодаря существенному росту производства на месторождении Бозшаколь – на 38% до 32,1 тыс. т с 23,3 тыс. т. во 2кв19 года. В свою очередь, повышение производительности на Бозшаколе было вызвано более высокой пропускной способностью и содержанием меди в руде. Производство меди на Актогайском месторождении в 3кв19 года практически не изменилось по сравнению со 2кв19 и составило 37,1 тыс. т. Объем производства меди в Восточном регионе сократился на 20% до 13,5 тыс. т за счет снижения объема переработки руды и содержания металла в руде.

**Золото.** 3кв19 отмечился рекордными объемами производства золота. В отчетном периоде Группа произвела 58,5 тыс. унций золота, по сравнению с 44,3 тыс. унций во 2кв19 (+32%). Столь резкий рост был обеспечен за счет впечатляющего роста на месторождении Бозшаколь – с 30 тыс. унций во 2кв19 до 43 тыс. унций в 3кв19. Производство золота в Восточном регионе выросло в 3кв19 на 4% до 14,4 тыс. унций (2кв19: 13,9 тыс. унций). Компания прогнозирует превышение примерно на 5% запланированного на 2019 год диапазона производства золота (170-185 тыс. унций).

**Серебро.** Группа произвела 944 тыс. унций серебра в 3кв19 года, что на 18 тыс. унций или 2% выше чем во 2кв19 года. При этом за 9м19 года объем произведенного серебра сократился на 82 тыс. унций до 2,496 тыс. (-3%) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Годовая добыча серебра KAZ Minerals по итогам 2019 года ожидается в районе 3 000 тыс. унций.

**Цинк.** Производство цинка в концентрате в 3кв19 года составило 10,5 тыс. тонн, что на 14% меньше показателя за 2кв19 года и на 22% меньше показателя 3кв18 года. За 9м19 года объем производства цинка сократился до 28,9 тыс. т по сравнению с 38,3 тыс. т за 9м18 года (-25%). Снижение производства произошло вследствие более низкого содержания цинка в руде. Тем не менее, компания подтвердила свои годовые планы производства цинка в концентрате в диапазоне 40-45 тыс. т.

**Долговая нагрузка.** Чистый долг Группы увеличился в 3кв19 года до \$2,635 млрд. по сравнению с \$2,56 млрд. во 2кв19 года в основном за счет капитальных затрат, связанных с проектом расширения производства на месторождении Актогай. В 3кв19 года Группа освоила дополнительные \$140 млн. из кредитной линии, выданной Банком Развития Казахстана (БРК). KAZ Minerals планирует использовать дополнительные \$340 млн. на ту же программу расширения проекта Актогай II в 2019-2020 годах.

Производство	3кв18	4кв18	1кв19	2кв19	3кв19	%, Г-г	%, кв-кв	9м2019	Прогноз 2019
Актогай	34,9	36	36,7	37,4	37,3	7%	0%	111,4	130-140
Бозшаколь	25,2	26,6	23,8	23,3	32,1	27%	38%	79,2	105-115
Восточный регион и Бозымчак	17,1	15,3	9,5	16,9	13,5	-21%	-20%	39,9	55
<b>Медь всего, тыс. т</b>	<b>77,2</b>	<b>77,9</b>	<b>70</b>	<b>77,6</b>	<b>82,9</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>230,5</b>	<b>300</b>
Золото, тыс. унций	45,2	48,4	43,4	44,3	58,5	29%	32%	146,2	170-185
Серебро, тыс. унций	941	933	626	926	944	0%	2%	2496	3000
Цинк, тыс. т	13,4	11,4	6,2	12,2	10,5	-14%	-22%	28,9	40-45

## Обзор финансовых результатов

15 августа KAZ Minerals опубликовала отчет по итогам деятельности за 6 месяцев 2019 года, согласно которому выручка Группы в отчетном периоде снизилась на 4,2% до \$1,052 млрд. (1П2018 - \$1,098 млрд). Физический объем реализованной меди вырос на 3% по сравнению с 1П2018 благодаря росту объемов производства. Однако снижение цен на медь на 11% (ср. цена в 1П2019 - \$6 165 т.) - по сравнению с 1П2018 (\$6 917 т.) нивелировало рост производства.

**Чистая денежная себестоимость** производства меди снизилась до 80 центов за фунт с 82 ц/фунт за аналогичный период прошлого года. Показатель EBITDA снизился на 10,1% до \$620 млн. и маржой 59% против \$690 млн. и 63% маржи в 1П2018.

**Операционный доход** понизился с \$464 млн. в 1П2018 года до \$410 млн. за отчетный период, в то время как доход до налогообложения сократился на 19%, с \$355 млн. до \$289 млн. Доход понизился на 18%, с \$276 млн. до \$227 млн.

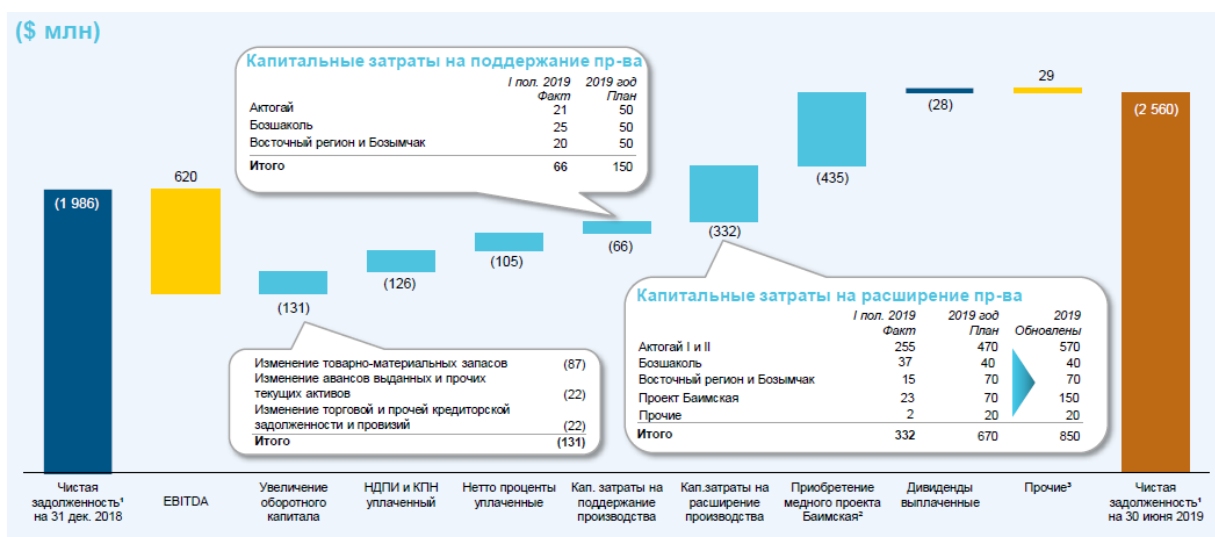
**Капитальные затраты** на новые проекты и проекты расширения за первое полугодие составили \$332 млн. (1П 2018: \$325 млн.), капитальные затраты на поддержание производства – \$66 млн. (1П 2018: \$39 млн.), при плановом годовом показателе в \$150 млн.

**Общая задолженность** сократилась с \$3,453 млрд. на конец 2018 года до \$3,299 млрд. на 30 июня 2019 года.

**Чистый денежный поток** от операционной деятельности составил \$236 млн. (1П 2018: \$350 млн.). В январе 2019 года Группа закрыла сделку по покупке за \$436 млн. перспективного Баимского месторождения меди (Чукотка, РФ). Капитальные затраты на строительство проекта расширения Актогая (Актогай II) составили \$223 млн.

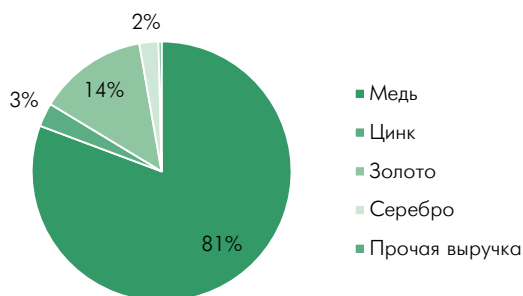
**Чистая задолженность** Группы на 01 июля 2019 года увеличилась до \$2,560 млрд. (31 декабря 2018 года: \$1,986 млрд.).

Рис 1 Изменение чистой задолженности Группы



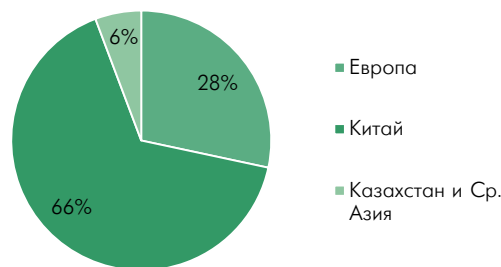
Источник: презентация компании

Рис 2 Структура выручки Kaz Minerals за 1 полугодие 2019 года



Источник: данные компании

Рис 3 Основные направления реализации продукции за 1 полугодие 2019 года

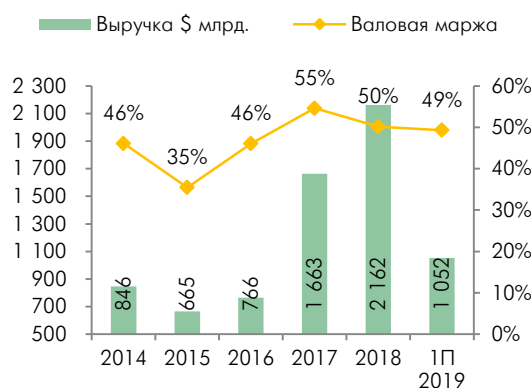


Источник: данные компании

Основными продуктами реализации KAZ Minerals являются медь, цинк, золото и серебро. Тем не менее, 81% от общей выручки занимает реализация медных продуктов. Следом идет реализация продуктов из золота с долей в общей выручке в размере 14%. За первое полугодие 2019 года KAZ Minerals реализовала катодную медь и медь в концентрате в пропорциях 47% на 52%. Также реализация золота в слитках превысила реализацию золота в концентрате.

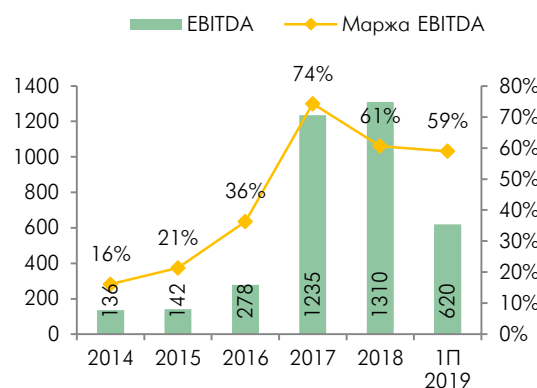
В отношении направлений реализации конечных продуктов особых изменений не произошло. Основные поставки по-прежнему осуществляются в направлении Китая (66%).

Рис 4 Динамика изменения выручки и валовой маржи



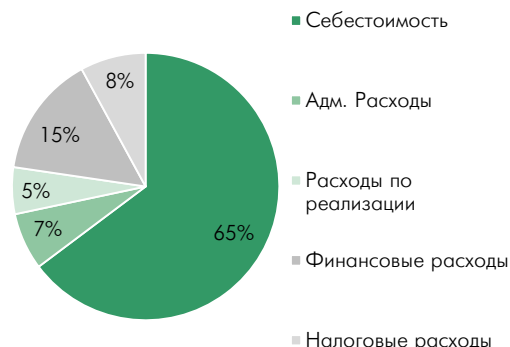
Источник: данные компании

Рис 5 Динамика изменения EBITDA и маржи EBITDA



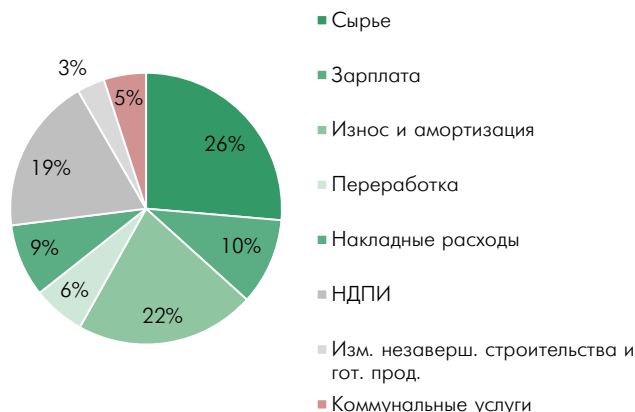
Источник: данные компании

Рис 6 Основные статьи расходов KAZ Minerals за 1 полугодие 2019 года



Источник: данные компании

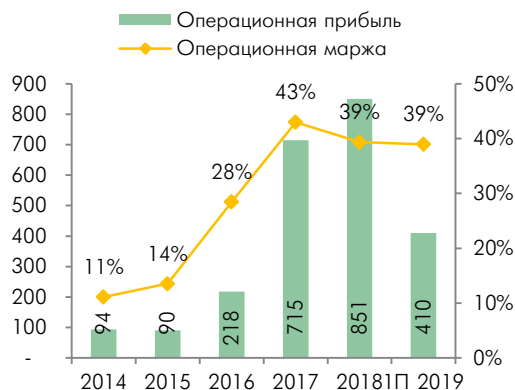
Рис 7 Структура себестоимости за 1 полугодие 2019 года



Источник: данные компании

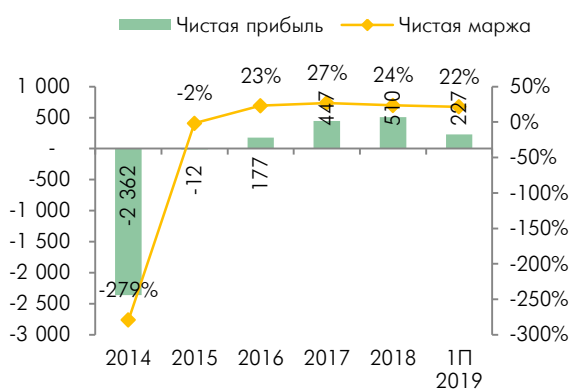
Основной статьей расходов для компании являются расходы по себестоимости, составляющие приблизительно 65% от общих расходов компании. В структуре себестоимости наибольшую долю занимают расходы на сырье, на налог на добычу полезных ископаемых и на износ и амортизацию.

Рис 8 Динамика изменения операционной прибыли и операционной маржи



Источник: данные компании

Рис 9 Динамика изменения чистой прибыли и чистой маржи



Источник: данные компании

## Дивиденды

Во втором полугодии 2018 года компания выплатила 6 центов на акцию, что подразумевает дивидендную доходность 1,4%.

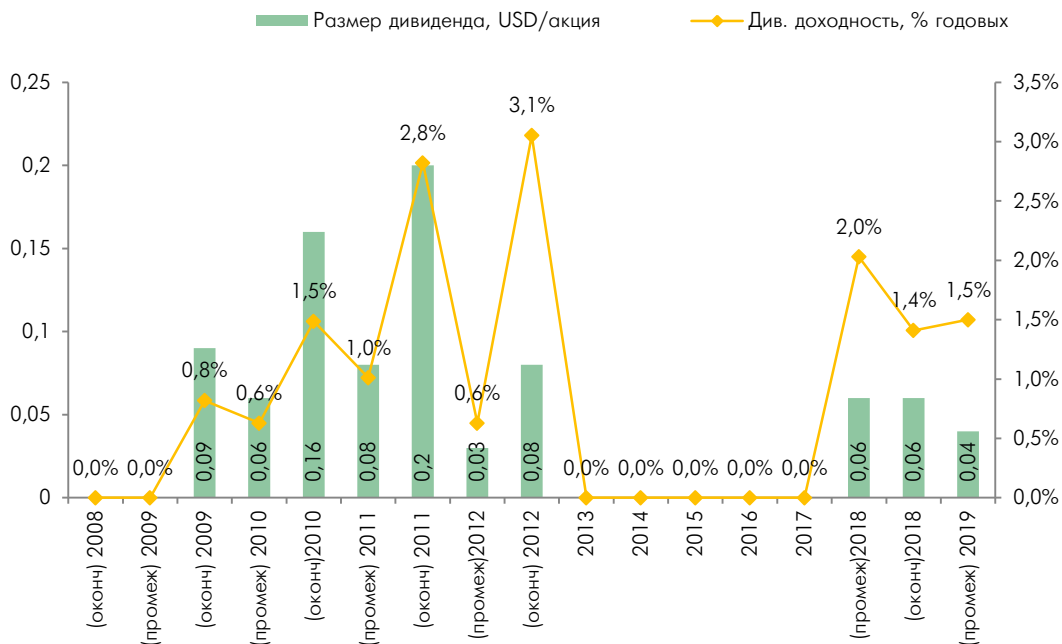
В первой половине 2019 года KAZ Minerals достигла высоких производственных и финансовых результатов, увеличив производство меди на 6% при сохранении чистой денежной себестоимости на низком уровне.

По итогам первого полугодия 2019 года Совет Директоров объявил промежуточный дивиденд в размере 4,0 центов США за акцию.

Мы полагаем, что компания будет и далее выплачивать невысокие дивиденды в связи с существенной долговой нагрузкой, значительными

капиталовложениями и ожиданиями снижения цен на медь в среднесрочной перспективе.

Рис 10 История дивидендных выплат



## Баимская

2 августа 2018 года компания сообщила о приобретении медного проекта Баимская в Чукотском автономном округе Российской Федерации за вознаграждение в размере \$900 млн. денежными средствами и акциями, включая первоначальное вознаграждение в размере \$675 млн. и отложенный платеж в размере \$225 млн.

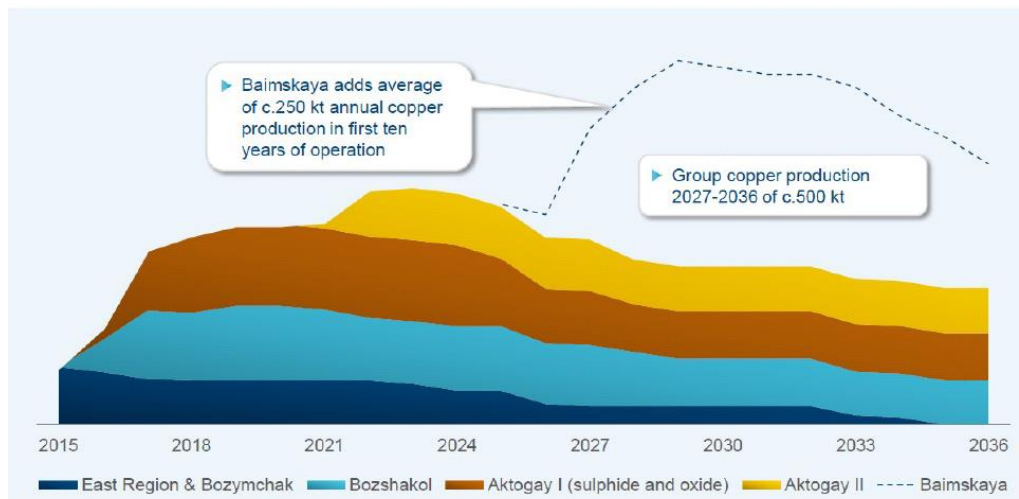
Баимская расположена в Чукотском автономном округе РФ и является одной из крупнейших в мире неосвоенных медных площадей с потенциалом создания крупномасштабного низкзатратного горно-обогатительного комплекса по производству меди на базе рудника открытого типа. Месторождение Песчанка, расположенное в пределах Баимской лицензионной площади, содержит ресурсы, оцененные в соответствии с кодексом JORC, в размере 9,5 млн. тонн меди при среднем содержании 0,43% и 16,5 млн. унций золота при среднем содержании 0,23 г/т. По ожиданиям, в первые десять лет после ввода в эксплуатацию проект обеспечит среднегодовой объем производства на уровне 250 тыс. тонн меди и 400 тыс. унций золота, или 330 тыс. тонн в пересчете на медный эквивалент, а общий годовой объем производства меди Группы, таким образом, составит около 500 тыс. тонн в течение десятилетнего периода в 2027-36 годы.

\$80 млн. капитальных затрат утверждены для проведения первичных работ во второй половине 2019 года:

- вахтовый поселок, склад топлива, взлетно посадочная полоса и инфраструктура электропитания площадки

- общие запланированные капиталовложения на 2019 год в настоящее время составляют \$150 млн., включая расходы на подготовку технико-экономического обоснования в размере \$70 млн.

Рис 11 Добыча Группы после приобретения месторождения Баймская



Источник: презентация компании

## Риски

**Ценовой риск на производимую компанией продукцию.** Основным риском, который существенно может повлиять на стоимость акций Kaz Minerals мы выделяем изменение стоимости цен на металлы на мировом рынке, в частности цен на медь, так как более 80% выручки формируется за счет реализации данного металла.

**Перерывы в производственной деятельности.** Неблагоприятные погодные условия, повреждение или выход из строя оборудования и инфраструктуры, перебои в снабжении ключевыми ресурсами, забастовки и прочие внешние факторы могут создать перебои в производственной деятельности компании и негативно отразиться на объемах добываемой и перерабатываемой руды.

**Изменение оценки запасов и ресурсов.** Запасы руды и минеральные ресурсы месторождений, которыми владеет Группа, оцениваются, главным образом, при помощи метода оценки запасов руды и минеральных ресурсов, сформированного еще во времена бывшего Советского Союза. При оценке запасов полезных ископаемых имеются многочисленные погрешности, которые, при внесении изменений, могут привести к необходимости заново пересчитывать запасы руды, а также к негативному влиянию на экономическую жизнеспособность соответствующих предприятий и проектов развития.

**Большая часть выручки приходится на одного клиента.** Китай является важным рынком сбыта для компании. Группа осуществляет продажи ограниченному числу заказчиков в Китае. Стоимость переработки и аффинажа зависит от медеплавильных мощностей в Китае и уровня поставок медного концентрата в регионе. Затяжной торговый конфликт между США и Китаем негативно влияет на рост экономики КНР, что, соответственно, влияет на динамику цен на медь. Рост ВВП второй по величине экономики мира Китая в третьем квартале замедлился до 6%, что является минимальным показателем с 1992 года, что вызывает опасения по поводу снижения спроса на медь.

## Оценка

### Оценка по мультипликаторам

Мы осуществили сравнительный анализ акций Kaz Minerals с компаниями, осуществляющими свою деятельность в горнорудной отрасли и основным продуктом реализации которых является медь. В нашу выборку вошло 9 компаний с разных рынков, осуществляющих свою деятельность в разных регионах планеты.

Средний показатель P/E аналогов на сегодняшний день составляет 17,23x, в то время как KAZ Minerals этот показатель равен 6,12x. По данному показателю акции KAZ Minerals выглядят более привлекательно относительно аналогов, торгуясь с дисконтом в размере 35,5%.

По мультипликатору EV/EBITDA средний показатель по основным аналогам составил 6,35x. Акции KAZ Minerals торгуются по мультипликатору EV/EBITDA на уровне 4,29x, торгуясь с дисконтом в размере 67,5%.

Название	Тикер	EV/EBITDA	P/E	Капитал. (млн. \$)
Freeport-McMoRan	FCX US	4,63	16,52	14 248
Antofagasta	ANTO LN	5,11	18,32	11 030
Glencore	GLEN LN	5,21	49,07	40 260
Rio Tinto	RIO LN	5,31	6,54	88 025
Polymetal International PLC	POLY LN	11,76	22,70	7 673
Anglo American PLC	AAL LN	5,48	7,99	35 178
BHP Group PLC	BHP LN	5,81	12,65	117 036
GMK Noril'skiy Nickel' PAO	NKEL LN	8,55	9,97	44 433
Boliden AB	BOL STO	5,24	11,29	7 358
<b>Kaz Minerals PLC</b>	<b>KAZ LN</b>	<b>4,29</b>	<b>6,12</b>	<b>2 861</b>
<b>Средний показатель</b>		<b>6,35</b>	<b>17,23</b>	-
<b>Максимальный показатель</b>		<b>11,76</b>	<b>22,7</b>	-
<b>Минимальный показатель</b>		<b>4,63</b>	<b>6,54</b>	-

Источник: Thomson Reuters



## Оценка акций

Для оценки стоимости акций мы решили применить модель дисконтированных денежных потоков (DCF).

Наша оценка компании состоит из суммы 2-х составляющих:

1. Дисконтированный поток свободных денежных средств поступающих в будущем.
2. Чистая задолженность (рыночная стоимость задолженности за минусом ликвидные активы).

По нашим расчетам, оценочная стоимость всех свободных денежных потоков компании, приведенная на конец 2020 года составит 5 854 млн. долларов США.

Стоимость долга компании перед кредиторами составляет 3 392 млн. долларов, в то время как сумма денежных средств и инвестиции составляет 979 млн. долларов. Итого чистый долг компании на конец 2020года равен 2 413 млн. долларов.

### Целевая стоимость и рекомендации

Наша целевая цена по акциям на конец 2020 года составляет 559 пенсов (2 787 тенге), что при нынешней цене предполагает рост на 15,9% на Лондонском рынке и 18,7% на Казахстанской фондовой бирже. Рейтинг «Покупать».

Млн. \$	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
<b>ЕВИТ</b>	<b>612</b>	<b>834</b>	<b>750</b>	<b>828</b>	<b>1 022</b>	<b>1 050</b>
ЕВИТ*(1-tax rate)	459	626	563	621	767	788
D&A	239	238	243	255	268	281
<b>Капитальные затраты</b>	<b>615</b>	<b>1 000</b>	<b>602</b>	<b>541</b>	<b>581</b>	<b>598</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>58</b>	<b>-89</b>	<b>373</b>	<b>502</b>	<b>514</b>	<b>562</b>
<i>Фактор дисконтирования</i>			1,11	1,23	1,36	1,50
<b>Дисконтированные св-е денежные потоки</b>			<b>337</b>	<b>409</b>	<b>378</b>	<b>374</b>
<b>Кумулятивный DFCF</b>			<b>337</b>	<b>746</b>	<b>1 124</b>	<b>1 498</b>
<b>Терминальная стоимость</b>						<b>6 554</b>
<b>Дисконт-я терминальная стоимость</b>						<b>4 356</b>
<b>Стоимость предприятия (EV), млн. \$</b>						<b>5 854</b>
Денежные средства и инвестиции						979
Долговые обязательства						3 392
Чистый долг						-2 413
Расчетная капитализация						<b>3 441</b>
Количество акций (млн. шт.)						481
<b>Целевая цена, пенсов/акция</b>						<b>559</b>
<b>Целевая цена, тенге/акция</b>						<b>2 787</b>

### Контактная информация

АО «BCC Invest» - ДОО АО Банк ЦентрКредит  
Казахстан, г. Алматы, ул. Панфилова, 98, блок А, 5 этаж, БЦ «Old Square»  
Телефон: +7 (727) 244 32 32, факс: +7 (727) 244 32 31  
info@bcc-invest.kz  
www.bcc-invest.kz

**Айдана Надирова**  
Директор департамента торговых операций  
+7 (727) 244 32 32 (вн. 7291)  
anadirova@bcc-invest.kz

**Аскар Ахметов**  
Начальник управления аналитики  
+7 (727) 244 32 32 (вн. 7266)  
aakhmetov@bcc-invest.kz

**Айсүлу Шахиева**  
Начальник управления маркетинга и продаж  
+7 (727) 244 32 30 (вн. 7288)  
ashakhievayeva@bcc-invest.kz

**Мадина Метеркулова**  
Ведущий аналитик  
+7 (727) 244 32 32 (вн. 7267)  
mmeterkulova@bcc-invest.kz

**Ерасыл Даулет**  
Менеджер по работе с клиентами  
+7 (727) 244 32 30 (вн. 7232)  
yedaulet@bcc-invest.kz

#### **\* Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО BCC Invest рассматривает в качестве достоверных. Однако АО BCC Invest, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

© BCC Invest 2019.